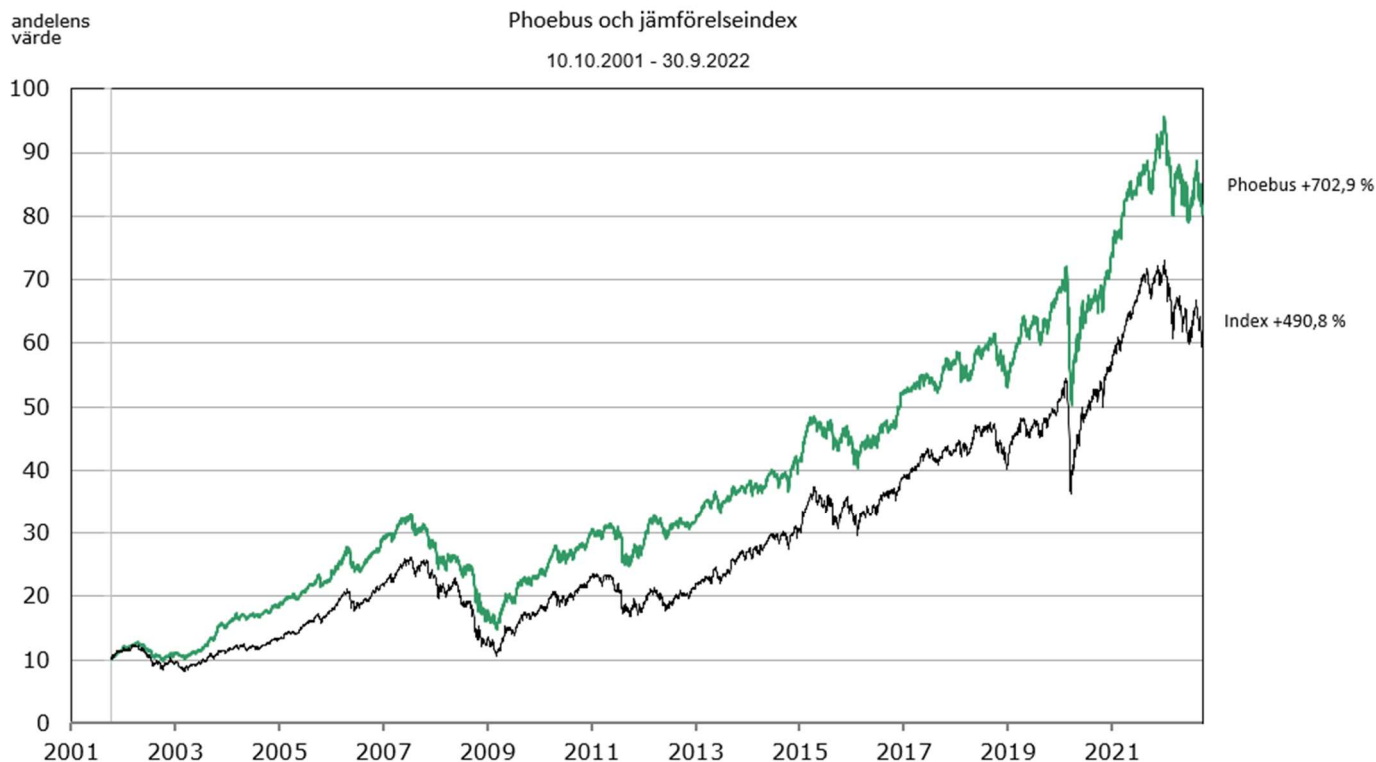


Seligson & Co Phoebus

Kvartalsrapport Q3 / 2022



AVKASTNING OCH RISK

FONDEN

JÄMFÖRELSEINDEX

60% OMX Helsinki Cap GI,
40% MSCI AC World NDR

30.9.2022

	Avkastning	Volatilitet	Avkastning	Volatilitet
3 mån.	0,99 %	13,96 %	-2,50 %	13,55 %
Från årets början	-15,14 %	16,79 %	-17,83 %	16,68 %
1 år	-5,00 %	15,53 %	-12,32 %	15,34 %
3 år	26,72 %	15,93 %	22,63 %	15,82 %
5 år	45,78 %	13,91 %	39,24 %	13,75 %
10 år	155,07 %	12,55 %	193,08 %	12,86 %
Från startdatum	702,93 %	14,04 %	490,83 %	15,46 %
Från startdatum per annum	10,44 %		8,83 %	

KOSTNADER, NYCKELTAL

1.10.2021 - 30.9.2022

Årliga avgifter	0,96 %
Avkastningsbunden provision	-
Transaktionskostnader	0,01 %
Totalkostnadsandel (TKA)	0,96 %
Portföljens omsättningshastighet	1,48 %
Tracking error	6,29 %
Företagens antal	27
Förmedlingsarvoden betalda till företag inom samma koncern	0,00 %
Närkretsens ägarandel (30.9.2022)	6,71 %
Storlek	97 889 850 €

"Vad har jag lärt mig som placerare?"

VÄRDEPAPPERSPLACERINGAR 30.9.2022

	Antal aktier	Aktiekurs valuta	euro	Marknads- värde EUR	
TietoEVRY	160000		22,94	3 670 400	3,7%
Vaisala	90000		37,70	3 393 000	3,4%
Fortum	250000		13,35	3 336 250	3,4%
Lassila & Tikanoja	320000		9,94	3 180 800	3,2%
Nokian Tyres	220000		9,79	2 154 240	2,2%
Exel Composites	370000		5,22	1 931 400	1,9%
Oriola A & B	1000000		1,81	1 810 180	1,8%
Konecranes	75000		20,30	1 522 500	1,5%
Inhemska aktier				20 998 770	21,1%
Air Liquide	63935	116,96	116,96	7 477 838	7,5%
O'Reilly Automotive	9200	711,76	728,89	6 705 778	6,7%
Costco	13000	478,98	490,51	6 376 590	6,4%
Fastenal	130000	46,57	47,69	6 199 795	6,2%
Handelsbanken A	660000	90,92	8,33	5 499 748	5,5%
Automatic Data Processing	23100	227,75	233,23	5 387 634	5,4%
Progressive	39000	118,39	121,24	4 728 326	4,8%
Tractor Supply	23000	187,49	192,00	4 416 047	4,4%
John Deere	12500	341,00	349,21	4 365 079	4,4%
Sandvik	240000	148,10	13,57	3 257 660	3,3%
Orkla	415000	79,02	7,50	3 112 116	3,1%
Novozymes	58500	380,80	51,21	2 995 683	3,0%
TFF Group	82303	34,30	34,30	2 822 993	2,8%
Givaudan	900	2 975,00	3106,79	2 796 111	2,8%
Harley-Davidson	60000	35,85	36,71	2 202 765	2,2%
Brembo	250000	8,31	8,31	2 076 250	2,1%
Strategic Education	25000	62,88	64,39	1 609 831	1,6%
HHLA	120000	11,24	11,24	1 348 800	1,4%
Hennes & Mauritz	100000	101,14	9,27	926 963	0,9%
Utländska aktier				74 306 007	74,8%
AKTIER totalt				95 304 777	95,9%
Nettokassa				4 066 667	4,1%
FONDENS VÄRDE				99 371 444	100,0%
Antal andelar (A-korrigerat)				1 237 604,20	
Värde per A-andel				80,293	

FONDENS UTVECKLING

Aktiemarknaden svängde mycket under det tredje kvartalet. I juli ledde sjunkande räntor till en liten eufori, men i september gav en större uppgång i räntorna en motreaktion. Vårt jämförelseindex sjönk med -2,5 % och Phoebus steg med +1,0 %. Från årets början har indexet sjunkit med -17,8 % och fonden med -15,1 %.

Sedan starten har Phoebus avkastat +702,9 % och jämförelseindexet +490,8 %.

Jag försöker givetvis uppnå en avkastning som på lång sikt är bättre än marknadens, men det finns ingen garanti för att jag lyckas. Tvärtom är oddsen emot oss, närmast beroende på fondens förvaltningsavgift.

KÖP OCH FÖRSÄLJNINGAR

Jag sålde mer aktier än normalt under kvartalet för totalt 2,4 m€ då kurssvängningarna tvingade mig att justera portföljen så att fonden inte bröt mot diversifieringsreglerna. Dessutom sålde jag alla våra aktier i Alleima, som Sandvik delade ut. Försäljningarna var i storleksordning Deere, Progressive, Costco och Alleima.

Istället köpte jag mer av våra andra bolag för 2,4 m€. I storleksordning var köpen Givaudan, Fastenal, Sandvik och H&M. Vi fick 0,3 m€ i dividender och ägarna placerade netto 0,9 m€ nya pengar i fonden. Därmed steg kassan lite och var i slutet av september 4,1 % av fondens värde, som ännu är ganska normalt.

VAD HAR JAG LÄRT MIG SOM PLACERARE?

Jag läste nyligen det amerikanska fondbolaget Ruane, Cunniff & Goldfarbs transkript från deras placerardagar. Det fick mig att fundera vad jag själv har lärt mig under 21 år?

Den framlidne Bill Ruane var en av de förvaltare som Warren Buffett rekommenderade åt sina kunder då han stängde sin hedgefond 1969. R,C&G:s placeringsfilosofi är mycket lik Phoebus, och jag följer därför med dem nu och då.

På placerardagarna berättade deras VD John Harris två saker som motsvarar mitt sätt att tänka. Han sade att ju äldre man blir, desto försiktigare blir man som placerare. Och han nämnde att inte ens de bästa bolagen är säkra. Om någon för 20 år sedan hade sagt åt honom att apotekskedjan Walgreens kommer att mista sin konkurrenskraft skulle han ha tyckt att killen är tokig. Men just så gick det.

Jag har märkt samma saker. Jag har lärt mig att aktiemarknaden alltid har en förmåga att överraska, så vi skall inte lämna vår lycka i dess händer, utan komma ihåg att ha en tillräcklig reservkassa, som alltid finns och alltid är likvid. Och vi skall inte ta lån för att placera.

Jag har också lärt mig att vi inte skall bygga vår aktieportfölj bara på några enstaka bolag – hur bra de än kan verka – utan komma ihåg att diversifiera tillräckligt.

AKTIEN ÄR INTE EN LOTTOKUPONG

Det viktigaste sambandet mellan Johns bolag och Phoebus är att vi tänker på placering ungefär på samma sätt. En aktie är inte en lottokupong utan en del av ett bolag, så istället för att se på aktiekursen bör man studera bolagets verksamhet. Precis som man gjorde ifall man skulle köpa hela bolaget. Det var redan Bill Ruane's huvudtanke.

Om vi köper ett helt bolag är det inte relevant vad det tjänar nästa kvartal eller nästa år. Det relevanta är att bolaget är mer lönsamt än sina konkurrenter, så att det framöver kan öka sin marknadsandel. Och att ledningen förmår utnyttja bolagets konkurrensfördelar. Det här förstår de flesta företagare intuitivt, men placera inte alltid.

Under årtiondens lopp kommer nästan alla bolag någon gång att stöta på problem. Jag har lärt mig att i bra bolag är problemen ofta snabbt undanstökade och chansen för positiva överraskningar är stor. I dåliga bolag är det tvärtom.

Därför tror jag starkt på att min och R,C&G:s gemensamma placeringsfilosofi oftast funkar bra. Men vi har ett gemensamt problem: vi är dåliga på att sälja aktier. R,C&G har hållit Rolls-Royce för länge, för att dess orderstock för flygmotorer borde ha fått dess lönsamma serviceverksamhet att växa, men ledningen kunde inte utnyttja det. På samma sätt har jag gjort felbedömningar med tex. Suominen, Stockmann och Tulikivi.

Det här är faktiskt en av de svåraste aspekterna i en långsiktig placeringsstrategi. Då vi har hittat ett bolag som vi tycker är så bra att vi kan äga det hur länge som helst kan det vara svårt att sälja det ifall läget förändras.

Av detta har jag lärt mig att vi bör kunna utvärdera våra placeringar kritiskt, trots att vi har spenderat hundratals timmar på att analysera dem. Det är jag dålig på – kanske just därför, att bra bolag ofta överraskar positivt. Men om inget positivt hörs borde vi kunna dra slutsatserna. Åtminstone skall vi inte slåss mot marknaden och köpa bolag bara för att kursen har sjunkit.

Som det råkar så är båda exemplena på nästa sida företag, vars kurs har utvecklats dåligt. Så kanske de efter några år kan berätta om jag har lärt mig bättre att sälja aktier eller inte?

Framförallt har jag lärt mig att de bästa bolagen oftast "växer in" i sin värdering, medan det ofta finns skäl till att billiga bolag är billiga. Precis som en skogsfastighet redan biologiskt småningom växer in i sin värdering, som ett skogsproffs nyligen noterade i lantbrukstidningen *Maaseudun Tulevaisuus*.

Anders Oldenburg, CFA
portföljförvaltare
anders.oldenburg@seligson.fi

KONECRANES®

Jag presenterade senast vårt lyftkransbolg Konecranes i rapporten 1/2019 för tre och ett halvt år sedan. Efter det har det hänt mycket i bolaget, tyvärr mest sådant som har gett en lite rörig bild, vilket inte är typiskt för bolaget.

Först fick Panu Routiala, som jag tyckte lyckades ganska bra som VD, sparken i oktober 2019 och i hans ställe anställdes amerikanske Rob Smith från traktorbolaget AGCO. Smiths tidigare arbetsgivare (TRW, Tyco, Bombardier) var alla ganska dåliga bolag. Smith slutade redan på hösten 2021 och fick tycker jag egentligen inget gjort.

I oktober 2020 berättade Konecranes att de vill fusionera sig med finsk-svenska Cargotec, trots att bolagets tredje största ägare, tidigare VD:n Stig Gustavson, protesterade kraftigt. Fusionen planerades i ett och ett halvt år tills Storbritanniens konkurrensmyndighet stoppade den. För Konecranes var slutresultatet bara en nota på 60 miljoner euro.

Det är alltså inte så underligt att Konecranes sedan min senaste presentation har avkastat -25 % inklusive dividender, medan Phoebus har avkastat +32 % och jämförelseindexet +28 %.

Men vi skall inte navigera med backspegeln. Det finns mycket positivt i bolaget också. Nye VD:n Anders Svensson kommer från Sandvik och borde ha bättre förutsättningar än Smith att lyckas, både för sin kulturella bakgrund och sin företagsbakgrund.

Och trots de strategiska misstagen har affärsverksamheten utvecklats bra. Åren 2018-2021 ökade det med engångsposter justerade rörelseresultatet med +21 %, trots att omsättningen bara steg med +1 %. Mot bakgrunden av den strategiska röran är det ett bra resultat. Den stabila serviceverksamheten står redan för över 70 % av det justerade rörelseresultatet.

Jag sade senast att aktien verkade ganska dyr i förhållande till resultatet. Nu är det tvärtom. Resultatet per aktie justerat för engångsposter var i fjol ungefär 2,74 euro, så med dagens kurs är p/e-talet bara 7,4x. För ett såhär stabilt lönsamt bolag av världsklass är det exceptionellt billigt.

Kanske aktiemarknaden liksom jag har fastnat på de strategiska misstagen och därför upplevt att bolaget är mindre värt, trots att resultatet har utvecklats hyfsat? Det finns nog fog för det – en dåligt fungerande styrelse är en allvarlig sak även i ett bra bolag.

Men styrelser byts och den nye VD:n verkar lovande. I Finland finns det inte många såhär bra bolag. Konecranes väger nu 1,5 % i vår portfölj och jag ser det som mer sannolikt att jag kommer att öka dess vikt än sälja våra aktier. Bra bolag får man sällan såhär billigt.

H&M Group

Jag presenterade senast vår klädhandlare H&M Group i rapporten 2/2019 för drygt tre år sedan. Jag sade då att hela Karl-Johan Perssons tid som VD hade varit en enda nedförsbacke, men tyckte ändå att bolaget var lovande.

Jag hade fel, åtminstone hittills. Aktien har sedan dess inklusive dividender avkastat -23 % samtidigt som Phoebus har avkastat +27 % och vårt jämförelseindex +26 %. Så varför äger vi ännu aktierna?

För att jag ser mycket positivt i bolaget. I början av 2020 efterträdde Helena Helmersson Karl-Johan Persson som VD, medan den senare blev styrelsens ordförande. Helmersson fick börja med att kämpa mot coronaepidemin, som stängde en stor del av H&M:s butiker runt om i världen, men jag tycker hon har klarat sig mycket bra.

Jag har tidigare kritiserat Persson för att han fortsatte öppna nya butiker fast försäljningen i de gamla stagnerade. Under hans VD-tid 2010-2019 öppnade H&M hela 2,3 gånger fler butiker, men försäljningen per butik sjönk med -7 %. Helmersson har stängt över 5 % av butikerna och satsat mer på distansförsäljning och service istället.

Det verkar fungera. I resultatet syns det inte ännu så tydligt – H&M gjorde i fjol bara 7,7 % rörelseresultat, då det var 22,7 % då Persson började och 7,5 % då han slutade. Men i balansräkningen syns förändringen klart redan nu. Under Persson förbyttes en nettokassa på 25 miljarder kronor till en nettoskuld på 6 miljarder. I fjol var nettokassan igen hela 17 miljarder tack vare Helmerssons åtgärder. Alltså på bara två år.

H&M har därför i år faktiskt för första gången i sin historia börjat köpa tillbaka sina egna aktier från marknaden. Visserligen i liten utsträckning, i slutet av september hade de köpt tillbaka 0,6 % av aktierna. Då man får billigt så lönar det sig väl att köpa. Ägarfamiljen har också kontinuerligt återinvesterat sina dividender i bolaget.

Jag har funderat om vi också borde öka vårt ägande? Räknat på resultatet för de senaste 12 månaderna är p/e-talet bara 16,1x, trots att resultatet ännu ligger långt ifrån potentialen. H&M är vår minsta placering och väger bara 0,9 % i vår portfölj. Jag behöver därför i något skede besluta att antingen köpa mer eller sälja alla våra aktier.

Vändningen mot det bättre och huvudägarens förtroende skulle tala för att jag borde köpa mer. Emot det talar närmast att detaljhandeln är en av världens allra svåraste branscher. Så där har vi ett riktigt dilemma för portföljförvaltaren! Som tur är det ingen brådska att ta beslutet.